

7
332.6
154
2

c 1

**ANALISIS PERBEDAAN PERUSAHAAN TUMBUH DAN TIDAK
TUMBUH DENGAN KEBIJAKAN PENDANAAN, DEVIDEN,
PERUBAHAN HARGA SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN PADA
BURSA EFEK JAKARTA DENGAN PENDEKATAN ASOSIASI PROKSI
INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)**

TESIS

Diajukan kepada Pengelola Program Studi Magister Akuntansi
Universitas Diponegoro
Untuk memenuhi sebagian syarat guna
memperoleh derajat S-2 Magister Akuntansi



Diajukan oleh:

Nama : Yetti Iswahyuni
Nim : C4C 099 252

Kepada

**PROGRAM STUDI MAGISTER AKUNTANSI
PROGRAM PASCASARJANA
UNIVERSITAS DIPONEGORO
TAHUN 2001**

UPT-PUSTAK-UNDIP

Tesis berjudul

**ANALISIS PERBEDAAN PERUSAHAAN TUMBUH DAN TIDAK
TUMBUH DENGAN KEBIJAKAN PENDANAAN, DEVIDEN,
PERUBAHAN HARGA SAHAM DAN VOLUME PERDAGANGAN PADA
BURSA EFEK JAKARTA DENGAN PENDEKATAN ASOSIASI PROKSI
INVESTMENT OPPORTUNITY SET (IOS)**

yang dipersiapkan dan disusun oleh
YETTI ISWAHYUNI

telah dipertahankan didepan Dewan Penguji pada tanggal 4 September 2001
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima



Pembimbing Utama/Ketua

Drs. L. Suryanto, MM

Pembimbing/Anggota

Drs. Basuki HP. MBA, Macc

Semarang, 4 September 2001

Universitas Diponegoro
Program Pascasarjana Magister Akuntansi
Ketua Program



Drs. Mohammad Nasir, Msi, Akt

ABSTRAK

The objective of this study is to investigate differentiation between growth firms and no growth firms with corporate financing policy, dividend policy, different of firms stock price and total volume activity that classified by the investment opportunity set values. There are six variables, used as firm growth indicators, such as: book value of plant, property and equipment to assets ratio (PPE/BVA), market to book of equity ratio (MVE/BVE), price to earning ratio (P/E), market to book assets ratio (MVA/BVA), capital expenditures to market value of assets (CAP/MVA) and variance to total return (VAR). These variables are analyzed by common factor analysis. Forty growth firms and 40 no growth firms from 100 public firms at Jakarta Stock Exchange.

The empirical results show that correlation between MVE/BVE with MVA/BVA, MVA/BVA with Varret are significantly positive, as expected. In financing policy, growth firms have lower financing than no growth firms, while dividend policy, growth firms haven't different than no growth firms. However, classified firms based on IOS values don't effect change of stock price and total volume activity. It means investor haven't reacted yet the signals.

Keyword : investment opportunity set, common factor analysis, financing policy, dividend policies, abnormal return and total volume activity.

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah menginvestigasi perbedaan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dengan kebijakan pendanaan, deviden, perubahan harga saham dan volume perdagangan pada Bursa Efek Jakarta dengan pendekatan analisis proksi IOS. Ada enam proksi yang digunakan sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan, seperti: *book value of plant, property and equipment to assets ratio (PPE/BVA)*, *market to book of equity ratio (MVE/BVE)*, *price to earning ratio (P/E)*, *market to book assets ratio (MVA/BVA)*, *capital expenditures to market value of assets (CAP/MVA)* and *variance to total return (VAR)*. Proksi ini dianalisis dengan *common factor analysis*. Empat puluh perusahaan masuk kategori perusahaan tumbuh dan 40 perusahaan masuk kategori tidak tumbuh dari 100 perusahaan publik yang terdaftar di BEJ.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa korelasi antara MVE/BVE dengan MVA/BVA, MVA/BVA dan Varret signifikan positif sesuai dengan yang diharapkan. Perusahaan yang tumbuh memiliki kebijakan pendanaan yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, sedangkan kebijakan deviden untuk perusahaan yang tumbuh tidak berbeda dengan perusahaan yang tidak tumbuh. Begitujuga, pada perubahan harga saham dan volume perdagangan tidak berbeda antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh. Ini berarti investor belum merespon terhadap *signal* ini.

KATA PENGANTAR

Puji dan syukur kepada Allah atas rahmat-Nya, sehingga saya dapat menyelesaikan penulisan tesis dalam rangka memenuhi syarat penyelesaian Program Studi Magister Akuntansi Universitas Diponegoro.

Terima kasih saya sampaikan kepada:

1. Drs. L. Suryanto, MM
2. Drs. Basuki HP, MBA, Macc

dan semua pihak yang telah membantu dalam proses penyelesaian tesis ini.

Dengan menyadari sepenuhnya bahwa tesis ini masih jauh dari sempurna, peneliti berharap tesis ini dapat memberikan manfaat bagi pembacanya.

Semarang, 4 September 2001

Peneliti

DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Halaman Pengesahan	ii
Abstrak	iii
Kata Pengantar	v
Daftar Isi	vi
Daftar Tabel	viii
Daftar Gambar	ix
Daftar Lampiran	x
BAB 1. PENDAHULUAN	1
1.1. Latar Belakang Masalah	1
1.2. Rumusan Masalah	4
1.3. Tujuan Penelitian	4
1.4. Manfaat Penelitian	5
BAB 2. TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS	6
2.1. Telaah Pustaka	6
2.1.1. Investment Opportunity Set (IOS)	6
2.1.1.1. Beberapa Hasil Penerapan Proksi IOS di Luar Negeri	7
2.1.1.2. Beberapa Hasil Penerapan Proksi IOS di Indonesia ..	15
2.1.1.3. Sistematika Hasil Penelitian IOS	20
2.1.2. Variabel-Variabel Kebijakan Pendanaan dan Deviden	22
2.1.3. Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan	24

2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis	26
BAB 3. METODE PENELITIAN	27
3.1. Jenis dan Sumber Data	27
3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel	27
3.3. Metode Pengumpulan Data	29
3.4. Definisi Operasional Variabel	29
3.5. Teknik Analisa	33
3.5.1. Analisis Faktor	33
3.5.2. Pengujian Normalitas dan Homogenitas Data	35
3.5.3. Uji Hipotesis	35
BAB 1. PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN	36
4.1. Penyeleksian Sampel Berdasarkan Nilai IOS	36
4.2. Pengujian Hipotesis	38
4.2.1. Pengujian Hipotesis Satu (Kebijakan Pendanaan)	38
4.2.2. Pengujian Hipotesis Dua (Kebijakan Deviden)	40
4.2.3. Pengujian Hipotesis Tiga (Perubahan Harga Saham)	41
4.2.4. Pengujian Hipotesis Empat (Perubahan Volume Perdagangan)	43
4.3. Pembahasan dan Implikasi Hasil Penelitian	44
BAB 2. KESIMPULAN DAN SARAN	50
Daftar Referensi	
Lampiran-Lampiran	

DAFTAR TABEL

Tabel 1.	Proksi IOS oleh Gaver dan Gaver (1995)	9
Tabel 2.	Proksi IOS oleh Kallapur dan Trombley (1999)	14
Tabel 3.	Sistematika Hasil Penelitian IOS	21
Tabel 4.	Seleksi Sampel	28
Tabel 5.	Common Factor Analysis IOS	37
Tabel 6.	Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data Kebijakan Pendanaan	38
Tabel 7.	Hasil Uji-t atas Book debt/equity	39
Tabel 8.	Hasil Uji U Mann Whitney atas Market debt/equity	39
Tabel 9.	Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data Kebijakan Deviden	40
Tabel 10.	Hasil Uji t atas Kebijakan Deviden	40
Tabel 11.	Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data atas Perubahan Harga Saham	42
Tabel 12.	Hasil Uji t atas Perubahan Harga Saham	42
Tabel 13.	Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data atas Perubahan Volume Perdagangan	43
Tabel 14.	Hasil Uji t atas Perubahan Volume Perdagangan	44
Tabel 15.	Hasil Uji U Mann Whitney atas Perubahan Volume Perdagangan	44

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Analisis Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Perusahaan yang Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Deviden, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan dengan pendekatan Asosiasi Proksi IOS	26
--	----

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1. Statistik Deskriptif Proksi IOS	57
Lampiran 2. dan 3 . Pengujian Analisis faktor	58
Lampiran 4. Statistik Deskriptif atas Kebijakan Pendanaan dan Deviden	60
Lampiran 5. Pengujian Normalitas dan Homogenitas Data Kebijakan Pendanaan dan	61
Lampiran 6. Uji t atas Kebijakan Pendanaan dan Deviden	62
Lampiran 7. Uji U Mann Whitney atas Market debt/equity	63
Lampiran 8. Analisis Regresi Linier Sederhana	64
Lampiran 9. Statistik Deskriptif, Pengujian Normalitas dan Homogenitas serta Uji-t untuk Perubahan Harga Saham	65
Lampiran 10. Statistik Deskriptif, Pengujian Normalitas dan Homogenitas untuk Perubahan Volume Perdagangan.....	66
Lampiran 11. Uji t untuk Perubahan Volume Perdagangan	67
Lampiran 12. Uji U Mann Whitney atas Perubahan Volume Perdagangan pada (II-2)	68

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa penelitian empiris dalam pembiayaan dan akuntansi telah lama dilakukan, namun sedikit yang diketahui tentang perbedaan lintas bagian dalam keputusan kebijakan utama perusahaan. Peneliti dalam pembiayaan berpendapat bahwa biaya perjanjian yang berbeda memberikan penjelasan untuk variasi lintas bagian dalam pembiayaan perusahaan dan kebijakan deviden (Jensen dan Meckling (1976), Myers (1997), Easterbrook (1984), Rozeff (1982)). Smith dan Watts selanjutnya menyatakan bahwa penjelasan biaya perjanjian untuk pilihan kebijakan perusahaan mengisyaratkan bahwa keputusan ini berdasarkan pada *investment opportunity set* perusahaan itu. Sebagai hasilnya, mereka menyatakan bahwa variabel-variabel kebijakan utama secara empiris berhubungan dengan *investment opportunity set*. Konsisten dengan hipotesis mereka, Smith dan Watts menunjukkan hubungan yang signifikan antara *investment opportunity set* dengan struktur modal dan kebijakan deviden.

Adi Prasetyo (2000) menyatakan bahwa penelitian pasar modal yang diasosiasikan dengan struktur modal perusahaan, terutama dengan set peluang investasi atau *Investment Opportunity Set* (IOS) masih sedikit sekali. Selain itu Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) menyatakan adanya variabilitas laba yang sangat tinggi antar perusahaan sampel dan antar periode, menyebabkan perusahaan di Indonesia saat ini harus dievaluasi setidaknya satu tahun sekali.

IOS adalah set peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan. Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) mengurai set peluang investasi tersebut berupa: *book value of plant, property and equipment to assets ratio* (PPE/BVA), *market to book of equity ratio* (MVE/BVE), *price to earning* (P/E), *market to book assets ratio* (MVA/BVA) dan *capital addition to book of assets ratio* (CAP/BVA). Pengklasifikasian pertumbuhan perusahaan dalam kelompok perusahaan yang tumbuh atau tidak tumbuh menggunakan analisis faktor yaitu menjumlahkan indeks kedua faktor (fac_1 dan fac_2) menjadi fac_sum. Fac_1 dan fac_2 merupakan representasi dari PPE/BVA, MVE/BVE, P/E, MVA/BVA dan CAP/BVA setelah diekstraksi dengan *common factor analysis*. Adapun variabel fac_sum adalah variabel penjumlahan dari fac_1 dan fac_2, yang merupakan indeks untuk mengklasifikasikan perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh. Indeks ini kemudian diperingkat, empat puluh persen indeks tertinggi merupakan kelompok perusahaan yang tumbuh, sebaliknya empat puluh persen indeks terendah merupakan kelompok perusahaan yang tidak tumbuh.

Kondisi pertumbuhan perusahaan mempengaruhi kebijakan pendanaan dan deviden yang dibuat. Dari hasil penelitian Gaver dan Gaver (1993), Skinner (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) serta Adi Prasetyo (2000) dalam hal kebijakan pendanaan telah membuktikan bahwa perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh mengambil kebijakan pendanaan yang berbeda.

Perusahaan yang tumbuh mempunyai leverage yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh dengan pertimbangan untuk mengurangi resiko usahanya, apabila terjadi kegagalan sehingga tidak mampu membayar bunga hutang. Selain itu Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) serta Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) juga membuktikan perusahaan yang tumbuh memberikan deviden yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh karena laba yang ditahan yang dihasilkan perusahaan, sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi.

Pengklasifikasian antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dapat menggunakan perubahan harga dan volume perdagangan. Perbedaan penting antara pengujian harga dan volume adalah bahwa harga merefleksikan perubahan dalam pengharapan pasar sebagai suatu keseluruhan, sedangkan volume perdagangan merefleksikan perubahan pengharapan investor secara individual (Beaver (1968), Baron (1995), dalam Bandi dan Jogiyanto, 2000).

Penelitian ini bersifat aplikasi dengan melakukan pengembangan pada:

1. Menambah jenis rasio individual proksi IOS yaitu VARRET (varian tingkat laba pada perusahaan) yang mencakup harga saham selama satu tahun, deviden serta pembayaran bunga. Alasan menambah proksi VARRET adalah untuk memperkuat prediktor pertumbuhan perusahaan.
2. Melihat reaksi pasar melalui perubahan volume perdagangan saham untuk perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.

1.2. Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian di muka, masalah yang diteliti selanjutnya dapat dirumuskan dalam bentuk pertanyaan sebagai berikut:

1. Apakah ada perbedaan kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh?
2. Apakah ada perbedaan kebijakan deviden yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh?
3. Apakah ada perbedaan reaksi pasar lewat perubahan harga saham yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh?
4. Apakah ada perbedaan reaksi pasar lewat perubahan volume perdagangan yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh?

1.3. Tujuan Penelitian

Sesuai dengan perumusan masalah, penelitian ini mempunyai tujuan sebagai berikut:

1. Untuk menguji perbedaan kebijakan pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.
2. Untuk menguji perbedaan kebijakan deviden yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh.
3. Untuk menguji perbedaan reaksi pasar lewat perubahan harga saham yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh?
4. Untuk menguji perbedaan reaksi pasar lewat perubahan volume perdagangan yang dilakukan oleh perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh?

1.4. Manfaat Penelitian

Hasil penelitian ini diharapkan bermanfaat:

1. Bagi ilmu pengetahuan : memberikan wacana tambahan tentang penggunaan proksi Varret dalam IOS dan kecenderungan perusahaan tumbuh dan tidak tumbuh dalam menilai perubahan volume perdagangan.
2. Bagi investor : memberi wacana tambahan tentang pengklasifikasian perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh, terutama untuk mengetahui kecenderungan emiten dalam mengambil kebijakan pendanaan dan deviden.
3. Bagi emiten : memberi wacana tambahan tentang pengklasifikasian perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh, terutama untuk mengetahui kecenderungan investor dalam merespon pasar lewat perubahan harga saham dan volume perdagangan.

BAB II

TELAAH PUSTAKA DAN HIPOTESIS

2.1. TELAAH PUSTAKA

2.1.1. *Investment Opportunity Set (IOS)*

Istilah IOS pertama kali diperkenalkan sebagai ketergantungan nilai perusahaan terhadap kebijakan biaya pengeluaran perusahaan (Myers (1977), dalam Kallapur dan Trombley, 1999). Selain itu (Myers (1977), dalam Gaver dan Gaver, 1993) menjelaskan perusahaan sebagai kombinasi aset di tempat dan pilihan investasi masa depan. Bentuk yang membedakan pilihan investasi (atau pertumbuhan) adalah nilai perusahaan itu tergantung pada kebebasan pemilihan pengeluaran yang ditentukan oleh manajer di masa depan.

Gaver dan Gaver (1993), menyatakan bahwa peluang-peluang pertumbuhan bukan semata-mata diwujudkan dalam proyek baru yang didukung oleh penelitian dan aktivitas pengembangan yang luas, tetapi juga mempunyai pilihan yang berlebih untuk melaksanakan proyek baru. Kemampuan yang berlebih ini bersifat tidak diamati (*unobservable*). Semakin banyak proksi IOS yang menentukan kelompok atau karakteristik perusahaan, semakin mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan.

Ada beberapa proksi yang digunakan dalam bidang akuntansi dan keuangan untuk memahami pemikiran IOS (Myers (1977), dalam Kallapur dan Trombley, 1999). Proksi-proksi tersebut dapat digolongkan menjadi tiga jenis:

1. *Price-based proxies*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa prospek yang tumbuh dari suatu perusahaan sebagian dinyatakan dalam harga yang relatif lebih tinggi dibandingkan dengan aktiva riilnya (*assets in place*).
2. *Investment-based proxies*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu level kegiatan investasi yang tinggi berkaitan secara positif dengan nilai IOS suatu perusahaan.
3. *Variance measure*, proksi ini percaya pada gagasan bahwa suatu opsi akan menjadi lebih bernilai jika menggunakan variabilitas ukuran untuk memperkirakan besarnya opsi yang tumbuh, seperti *variabilitas return* yang mendasari peningkatan aktiva.

2.1.1.1. Beberapa hasil penerapan proksi IOS di luar negeri, antara lain:

1. Gaver dan Gaver (1995) telah melakukan penelitian dengan judul "*Compensation Policy and the Investment Opportunity Set*." Karakteristik penelitian ini terletak pada perluasan pembahasan kebijakan kompensasi perusahaan. Dasar teori yang digunakan adalah Smith and Watts (1992) yang menyatakan bahwa perusahaan yang berkembang akan memberikan gaji yang lebih besar kepada para eksekutifnya, dibanding dengan perusahaan yang tidak berkembang. Tingginya gaji ini disebabkan karena proses penyeleksian proyek-proyek investasi dianggap sebagai tugas yang perlu imbalan yang lebih tinggi daripada tugas mengawasi aset-aset perusahaan. Selanjutnya, perusahaan berkembang menghadapi resiko lebih besar daripada perusahaan tidak berkembang (Christie (1995), Chung dan Charoenwong (1991) serta Gaver dan Gaver (1995)). Karakteristik tentang kebijakan kompensasi ini

kemudian direplikasi oleh Adi Prasetyo (2000) dengan sumber data hasil tim riset tahun 1997 mengenai “Peringkat 400 Gaji Eksekutif” yang dipublikasi Warta Ekonomi. Peningkatan gaji eksekutif tidak dilakukan secara teratur setiap tahun, sehingga kebijakan ini tidak bisa dievaluasi setiap tahun.

Penelitian Gaver dan Gaver menggunakan sampel 321 perusahaan Fortune 1000 yang berpartisipasi dalam suatu survei gaji oleh perusahaan konsultasi William M. Mercer, Inc diawal tahun 1993.

Proksi IOS yang digunakan secara rinci dijelaskan pada tabel 1.

MKTBKASS adalah rasio nilai pasiva dan saham istimewa dalam pembukuan ditambah nilai pasar saham biasa terhadap nilai aset total pembukuan. MKTBKEQ adalah rasio nilai pasar saham biasa terhadap nilai pembukuan saham biasa. R & D adalah rasio biaya litbang terhadap nilai pembukuan aset total. VAR adalah variansi angka pendapatan total perusahaan yang mencakup apresiasi harga saham selama satu tahun, deviden serta pembayaran bunga. MKTBKASS, MKTBKEQ, VAR dan R&D semua diperkirakan berpengaruh positif bagi peluang peningkatan perusahaan. Untuk itu semua variabelnya harus berkorelasi positif satu sama lain. Hasil analisis mendukung perkiraan ini, karena semua korelasi diantara proksi-proksinya adalah positif. Akan tetapi nilai korelasinya tidak semuanya tinggi. Rendahnya korelasi ini mungkin disebabkan karena masing-masing proksi mempunyai keterbatasan sendiri dalam menilai IOS. Rasio nilai buku pasar merupakan faktor paling utama, diikuti oleh variansi dan litbang.

Salah satu hal yang diambil dari penelitian Gaver dan Gaver (1995) ini oleh peneliti adalah penggunaan proksi *Variance measure (VAR)*.

Tabel 1. Proksi IOS oleh Gaver dan Gaver (1995)

Nama proksi	Penjelasan	Riset Sebelumnya
Price-based proxies		
MKTBKASS	<i>Market-to-book assets</i>	Bizjak, dkk (1993) Kole (1994) Smith dan Watts (1992)
MKTBKEQ	<i>Market-to-book equity</i>	Chung & Charoenwong (1991) Collins dan Kothari (1989) Lowellen, dkk (1987)
Investment-based proxies		
R & D	<i>Research and development expense to book value of total assets</i>	Bizjak, dkk (1993) Chung dan Charoenwong (1991) Mackie-Mason (1990) Skinner (1993)
Variance measure		
VAR	<i>Variance of the total rate of return on the firm, where return include one-year stock price appreciation, common and preferred dividend, and interest payment</i>	Cristie (1995) Chung dan Charoenwong (1991) Kester (1986) Smith dan Watts (1992)

Sumber : Gaver dan Gaver (1995).

2. Gaver dan Gaver (1993) melakukan penelitian dengan judul "*Additional Evidence on the Association between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies.*" Penelitiannya memuat beberapa kelebihan, antara lain:

- a) Perhitungan setiap rasio detail.
- b) Pengguna *common factor analysis* yang pertama, untuk menyeleksi prediktor pertumbuhan perusahaan.
- c) Detail dalam prosedur pemilihan sampel.

Kelebihan-kelebihan ini banyak diikuti para peneliti berikutnya.

Sampel yang digunakan adalah perusahaan yang terdaftar dalam ketiga arsip compustat: arsip primer, suplementer dan tersier.

Dalam Gaver dan Gaver ini menggunakan enam tolok ukur IOS:

$$\text{MKTBKASS} = \left(\text{Assets} - \frac{\text{Total common equity}}{\text{Share outstanding}} + \frac{\text{Share closing price}}{\text{Share closing price}} \right) : \text{Assets}$$

$$\text{MKTBKEQ} = \left(\frac{\text{Shares outstanding}}{\text{Share closing price}} \right) : \text{Total common equity}$$

$$\text{EP} = \left(\frac{\text{Primary EPS Share before extraordinary items}}{\text{share closing price}} \right)$$

$$\text{R \& D} = \text{R \& D expenditures} : \text{Assets}$$

$$\text{VAR} = S^2 \left(\frac{[\Delta(\text{Price} \times \text{Shares}) + \text{common} + \text{preferred} + \text{Interest}]_t}{\text{deviden} \quad \text{devidens}}}{[\text{Assets} - \text{common equity} + \text{Price} \times \text{Shares}]_{t-1}} \right)$$

FUNDS = Number of growth – oriented mutual funds holding firm's Shares at the end of 1985.

Dari keenam tolok ukur IOS semua berhubungan positif dan signifikan, satu-satunya korelasi yang tidak signifikan adalah yang mencakup VAR (varian tingkat laba perusahaan). Ini berarti bertentangan dengan pandangan tradisional tentang perusahaan berkembang yang identik dengan perusahaan kecil, sedang berjuang dan pemula. Dalam kenyataannya, peluang bahwa perusahaan baru akan gagal dan diambil alih oleh perusahaan lain adalah jauh lebih besar daripada kemungkinan bahwa ini akan menjadi perusahaan yang superstar. Sebaliknya, perusahaan yang besar dan menguntungkan lebih mendapatkan kesempatan itu dan mempertahankannya karena mereka mempunyai pilihan investasi yang baik.

3. Kallapur dan Trombley (1999) telah melakukan penelitian dengan judul "*The Association between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth.*" Karakteristik penelitian ini adalah memperluas pembahasan realisasi pertumbuhan. Karakteristik ini di Indonesia direplikasi oleh Tetter Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono. Sampel yang digunakan adalah semua perusahaan yang informasi laporan keuangan dan nilainya tersedia dalam berkas-berkas Standard dan Poor's Compustat Primary-Supplementary-Tertiary. Jumlah sampel minimumnya 2.945 perusahaan (1978) dan

maksimalnya 4.039 perusahaan (1987), sedangkan data yang digunakan terdiri dari 14 tahun sampel dari tahun 1978-1991. Banyaknya jumlah sampel dan panjangnya rentang waktu merupakan kelebihan yang telah dilakukan Kallapur dan Trombley.

Proksi IOS yang digunakan secara rinci dijelaskan pada tabel 2.

Hasil analisis univariate variabel-variabel perkiraan IOS menunjukkan bahwa semua perkiraan-perkiraan IOS berbasis harga (A/V , BVE/MVE , PPE/V dan Tobin's $Q-1$) berkorelasi negatif dengan peningkatan angka pembukuan berikutnya. Hasil ini sesuai dengan yang diperkirakan. Anehnya, rasio perolehan harga (hanya dihitung dari perusahaan dengan angka pendapatan positif) tidak menunjukkan korelasi signifikan dengan peningkatan yang dicapai berikutnya. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan. Analisis lanjutan yang dilakukan adalah menunjukkan perusahaan yang mengalami peningkatan, mendapat pemasukan aset yang lebih tinggi di tahun-tahun sebelumnya. Penyebab tidak adanya korelasi antara rasio E/P dengan peningkatan mungkin adalah perusahaan yang berkembang walaupun memiliki aset yang lebih sedikit dibandingkan nilai perusahaan, tetapi aset-aset tersebut menghasilkan arus pemasukan yang lebih besar dibandingkan perusahaan-perusahaan yang tidak berkembang. Kedua pengaruh yang berimbang ini menyetarakan nilai rata-rata rasio E/P untuk perusahaan yang berkembang dan perusahaan yang tidak berkembang.

Biaya pengeluaran untuk litbang nampaknya tidak selalu berkorelasi dengan peningkatan yang dicapai. Hasil ini tidak sesuai dengan yang

diperkirakan tentang adanya korelasi yang positif antara intensitas litbang dengan peningkatan. Hasil ini identik untuk semua tolok ukur peningkatan (aset, penjualan dan pemasukan) yaitu menunjukkan korelasi yang lemah. Adanya beberapa kemungkinan penyebab tidak adanya kaitan antara biaya litbang dengan peningkatan yang dicapai perusahaan. Jika perusahaan terus menambah biaya litbang selama periode penelitian tiga tahun, peningkatan pendapatan dan angka pembukuan mungkin tidak nampak karena adanya kebutuhan biaya pengeluaran untuk litbang tersebut. Akan tetapi, masalah ini tidak mempengaruhi peningkatan penjualan. Penjelasan lainnya adalah litbang mungkin lebih menghasilkan penghematan biaya ketimbang menghasilkan produk baru dalam beberapa industri. Atau mungkin diperlukan waktu yang lebih lama dari tiga sampai lima tahun agar litbang dapat menghasilkan peningkatan dan penjualan produk baru. Adanya temuan R&D/A dan R&D/S berkorelasi dengan kebijakan biaya-biaya pengeluaran (yaitu jumlah total pengeluaran modal, periklanan dan litbang) selama tiga tahun. Berdasarkan penemuan ini, intensitas litbang bukanlah perkiraan yang sebaik perkiraan nilai buku pasar.

Korelasi kedua tolok ukur pengeluaran modal secara statistik berbeda dari nol, tetapi dalam kutub yang berbeda. CAPX/A berkerelasi positif dengan peningkatan perusahaan, sesuai dengan yang diperkirakan, tetapi CAPX/V tidak. Korelasi negatif ini disebabkan oleh penggunaan tolok ukur nilai pasar sebagai bilangan penyebut CAPX/V sehingga menyebabkan rasionya berlaku seperti halnya rasio nilai buku pasar, bukan sebagai tolok ukur tindakan

investasi. Hal ini menyebabkan korelasi negatif antara R&D/V dengan peningkatan perusahaan.

Tabel 2. Proksi IOS oleh Kallapur dan Trombley (1999)

Nama proksi	Penjelasan	Riset Sebelumnya
Price-based proxies		
V	Market value of equity plus book value of debt	
A/V	Ratio of book-to-market value of assets	Smith dan Watts (1992)
BVE/MVE	Ratio of book-to-market of equity	Collins dan Kathori (1989) Lewellen, Loderer & Martin (1987) Chung dan Charoenwong (1991)
PPE/V	Ratio of book value of PPE to firm value	Skinner (1993)
TOBIN – Q	Tobin-q, the ratio of replacement value of assets to market value.	Skinner (1993)
DEP/V	Ratio of depreciation expense to value	Smith dan Watts (1992)
E/P	Earning-Price ratio	Kester (1984) Chung & Charoenwong (1991) Smith dan Watts (1992)
Investment – Based Proxies		
R & D/V	Ratio R & D expense to firm value	Smith dan Watts (1992)
R & D/A	Ratio R & D expense to firm assets	Gaver dan Gaver (1993)
R & D/S	Ratio R & D expense to sales	Skinner (1993)
CAPX/V	Ratio R & D additions to firm value	Smith dan Watts (1992)
CAPX/A	Ratio R & D additions to assets book value	
Variance –measure		
VARRET	Variance of total return	Gaver dan Gaver (1993) Smith dan Watts (1992)
BETA	Market model beta	

Sumber: Kallapur dan Trombley (1999).

Kelebihan lain yang terdapat dalam penelitian Kallapur dan Trombley adalah banyaknya jumlah proksi IOS yang digunakan, tetapi sayangnya

proksi-proksi tertentu seperti R&D tidak bisa untuk direplikasi di Indonesia karena terbatasnya pos-pos perkiraan yang dipublikasi laporan keuangan perusahaan go publik di BEJ.

2.1.1.2. Beberapa hasil penerapan proksi IOS di Indonesia, antara lain:

1. Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma telah melakukan penelitian dengan judul "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan Kebijakan Pendanaan dan Deviden Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham." Karakteristik penelitian ini adalah memperluas topik pembahasan mengenai implikasinya pada perubahan harga saham. Sampel yang digunakan yaitu perusahaan go publik yang terdaftar di BEJ sejak tahun 1992 atau sebelumnya, tepatnya 1992-1996. Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) menggunakan lima nilai IOS:

- PPE/BVA adalah *rasio book value of gross property, plant, and equipment to the book value of the assets*.
- MVE/BVE adalah *rasio market to book value of equity*.
- P/E adalah *rasio price to earning*.
- MVA/BVA adalah *rasio market value to asstes*.
- CAP/BVA adalah *rasio capital additional to assets book value*.

Semua nilai IOS tersebut kemudian dianalisis menggunakan *common factor analysis*. Indeks faktor yang diperoleh selanjutnya diurutkan mulai dari yang tertinggi sampai pada yang terendah. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan yang tumbuh, sebaliknya 40% indeks terendah merupakan perusahaan yang tidak tumbuh, sedangkan sampel

yang indeks faktornya berada di tengah sebanyak 20% akan dihilangkan dari sampel karena dianggap kurang ekstrim untuk membedakan klasifikasi pertumbuhan perusahaan. Sebelum dikorelasikan, rata-rata realisasi pertumbuhan akan diperingkat dari yang tertinggi sampai yang terendah berdasarkan peringkat nilai IOS. Pengujian korelasi ini dilakukan dua tahap. Pertama, rata-rata realisasi pertumbuhan yang diperingkat akan dijadikan portofolio. Kedua, uji korelasi tanpa membentuk portofolio. Hasil pengujian data menunjukkan bahwa variabel rasio PPE/BVA dan P/E menunjukkan arah korelasi yang tidak konsisten dengan pertumbuhan perusahaan. Sebaliknya rasio MVE/BVE, MVA/BVA dan CAP/BVA menunjukkan arah korelasi positif yang konsisten terhadap pertumbuhan perusahaan. Ini berarti bahwa ketiga rasio ini efektif dalam memprediksi pertumbuhan nilai buku perusahaan. Hasil ini mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak efektif jika diprosikan dengan satu variabel IOS saja. Semakin banyak variabel IOS akan menunjukkan hasil yang semakin kuat (Sami dkk (1999), dalam Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000).

Persamaan penelitian ini dengan yang dilakukan Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma adalah melihat surogasi reaksi pasar tentang perubahan harga saham, sedangkan perbedaannya terletak pada penambahan proksi varret dalam IOS dan tidak membahas mengenai realisasi pertumbuhan.

2. Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono melakukan penelitian dengan judul "Analisis Korelasi Proksi IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Deviden." Karakteristik penelitian ini adalah pembahasannya

yang mendetail pada realisasi pertumbuhan perusahaan dari 1990-1998. Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) menggunakan lima nilai IOS:

- MVABVA adalah *rasio market to book value of asset*.
- MVEBVE adalah *rasio market to book value of equity*.
- PER adalah *ratio price to earning*.
- CAPBVA adalah *capital expenditure to book value of asset*.
- CAPMVA adalah *capital expenditure to market value of asset*.

Hasil penelitiannya menyatakan bahwa semua variabel proksi IOS signifikan sebagai rasio pertumbuhan perusahaan untuk satu tahun ke depan ($t+1$), setelahnya ($t+2$ sampai $t+5$) tidak lagi efektif menjadi indikator bagi perusahaan yang tumbuh.

Persamaan penelitian ini dengan yang dilakukan Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono adalah landasan teorinya, sedangkan perbedaannya dalam penelitian ini tidak membahas realisasi pertumbuhan. Peneliti menggunakan dasar proksi teori IOS untuk mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan.

3. Adi Prasetyo telah melakukan penelitian dengan judul "Asosiasi antara *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Kebijakan Kompensasi, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti empiris dari Bursa Efek Jakarta." Karakteristik penelitian ini pada pembahasan kebijakan kompensasi dan Beta (resiko). Adi Prasetyo (2000) mengutip dari Gaver dan Gaver (1993) dan Sami et.al. (1999) menentukan kelompok *growth firms* dan *nongrowth firms* dengan empat indikator:

- MKTBKASS adalah *rasio market – to – book assets*.

- MKTBKEQ adalah *rasio market – to – book equity*.
- EP adalah *rasio earning/price*.
- RACTE adalah *rasio total capital expenditures to book total assets*.

Hasil penelitiannya menyatakan bahwa korelasi tertinggi terjadi pada MKTBKASS dan MKTBKEQ.

Persamaan penelitian ini dengan yang telah dilakukan Adi Prasetyo adalah menggunakan landasan teori IOS hanya untuk mengklasifikasikan pertumbuhan perusahaan (tidak membahas realisasi pertumbuhan), sehingga rentang waktu yang digunakan terlihat pendek yaitu 1996. Sedangkan perbedaannya terletak pada pembahasan kebijakan kompensasi dan beta dengan menggunakan perhitungan koreksi bias beta oleh Scholes dan Williams, dalam penelitian ini tidak membahas kebijakan kompensasi dan beta yang digunakan hanya beta pasar yang tidak dikoreksi (index tunggal).

Dengan melihat beberapa variabel proksi IOS yang telah digunakan oleh para peneliti sebelumnya, bisa dikatakan bahwa pengembangan proksi pertumbuhan perusahaan disesuaikan dengan tujuan dan jenis data yang tersedia dalam melakukan penelitian. Dengan tujuan untuk mengurangi kesalahan dalam penentuan klasifikasi tingkat pertumbuhan perusahaan maka peneliti menambahkan satu proksi VARRET. Secara keseluruhan peneliti akan menggunakan alternatif proksi IOS sebagai berikut:

- Rasio PPE/BVA adalah *ratio book value of gross property, plant dan equipment to the book value of the assets*.
- Rasio P/E adalah *ratio price to earning*.

- Rasio MVE/BVE adalah *ratio market to book value of equity*.
- Rasio MVA/BVA adalah *ratio market value to book value of assets*.
- Rasio CAP/MVA adalah *capital expenditures to market value of assets*.
- Rasio VARRET adalah *variance to total return*.

Rasio PPE/BVA menunjukkan investasi aktiva tetap yang produktif, komposisi PPE yang besar pada struktur aktiva dapat menunjukkan adanya potensi pertumbuhan perusahaan di masa depan, karena PPE bersifat produktif. Kemampuan ratio PPE/BVA untuk membentuk pertumbuhan perusahaan secara signifikan ditunjukkan buktinya (Sami dkk (1999), dalam Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000).

Smith dan Watts (1992), Gaver dan Gaver (1993) menggunakan rasio nilai pasar dibagi dengan nilai buku sebagai proksi dari IOS yang merupakan pertumbuhan perusahaan. Perusahaan yang bertumbuh mempunyai rasio lebih besar dari satu yang berarti bahwa pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya. Ini berarti rasio MVA/BVA dan MVE/BVE berkorelasi positif terhadap pertumbuhan aktiva dan ekuitas. Gaver dan Gaver (1993, 1995), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tetter Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000), Adi Prasetyo (2000) telah membuktikannya secara signifikan.

Kaziba A.Mpaata dan Agus Sartono (1997) menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh ditandai dengan rasio P/E yang tinggi. Fairfield (1994), dalam Kaziba A.Mpaata dan Agus Sartono, 1997) menyatakan P/E rasio adalah fungsi dari perubahan kemampulabaan yang diharapkan di masa yang akan

datang. Jadi semakin besar rasio P/E, maka semakin besar pula kemungkinan perusahaan untuk tumbuh.

Rasio CAP/MVA menunjukkan adanya aliran tambahan modal saham perusahaan untuk aktiva produktif sehingga potensi pertumbuhan perusahaan meningkat. Beberapa peneliti mendukung pernyataan tersebut, antara lain: Kallapur dan Trombley (1999), Jogiyanto Hartono (1993), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000).

Gaver dan Gaver (1993) menyatakan bahwa VAR berhubungan secara positif dengan peluang pertumbuhan. Dasar pemikiran perkiraan ini adalah pembagian saham perusahaan akan lebih berharga bila terjadi peningkatan variabilitas hasil dari aset yang mendasarinya. Ini berarti menerima pandangan tradisional tentang perusahaan yang identik dengan perusahaan kecil, sedang berjuang dan pemula. Dengan kata lain peluang perusahaan baru akan berhasil lebih besar, sebaliknya perusahaan yang besar kurang mendapatkan kesempatan itu karena mereka mempunyai pilihan investasi yang kurang baik.

2.1.1.3. Sistematika Hasil Penelitian IOS

Sistematika hasil penelitian IOS secara keseluruhan dijelaskan pada tabel 3.

Tabel 3. Sistematika Hasil Penelitian IOS

Peneliti	Proksi yang digunakan	Hasil penelitian
Luar Negeri		
1. Gaver dan Gaver (1995)	MKTBKASS, MKTBKEQ, VAR dan R&D.	Rasio nilai buku pasar yang paling utama, diikuti variansi dan litbang.
2. Gaver dan Gaver (1993)	MKTBKASS, MKTBKEQ, EP, R&D, VAR dan FUNDS.	Semua berhubungan positif dan signifikan, kecuali VAR.
3. Kallapur dan Trombley (1999)	Proksi berdasarkan harga: V, A/V, BVE/MVE, PPE/V, Tobin-q, DEV/V, E/P. Proksi berdasarkan investasi: R&D/V, R&D/A, R&D/S, CAPX/V, CAPX/A. Variance measure: Varret dan Beta.	Proksi IOS berdasarkan harga sesuai dengan yang diperkirakan. Proksi IOS berdasarkan litbang tidak selalu berkorelasi dengan peningkatan yang dicapai, hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan tentang adanya korelasi yang positif antara litbang dengan peningkatan.
Dalam Negeri		
1. Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000)	PPE/BVA, MVE/BVE, P/E, MVA/BVA, CAP/BVA.	MVE/BVE, MVA/BVA dan CAP/BVA menunjukkan arah korelasi positif yang konsisten terhadap pertumbuhan perusahaan.
2. Tetter Fijrijanti dan Jogyanto Hartono (2000).	MVA/BVA, MVE/BVE, PER, CAP/BVA, CAP/MVA.	Semua variabel proksi IOS signifikan sebagai rasio pertumbuhan perusahaan untuk satu tahun kedepan, setelahnya tidak lagi efektif menjadi indikator bagi perusahaan yang tumbuh.
3. Adi Prasetyo (2000)	MKTBKASS, MKTBKEQ, EP, RACTE	Korelasi tertinggi terjadi pada MKTBKASS dan MKTBKEQ.

Sumber: Ringkasan jurnal penelitian

2.1.2. Variabel-Variabel Kebijakan Pendanaan dan Deviden

Struktur modal yang baik minimal adalah proporsional antara sumber dana internal dan eksternal, sehingga segala kewajiban dapat terlunasi. Kim (1982), dalam Subekti dan Wijaya, (2000) menyatakan bahwa salah satu tolok ukur struktur modal yang optimal ditunjukkan dengan leverage yang kecil perusahaan cenderung mengurangi resiko usahanya (atau resiko tidak sistematis). Sehingga secara sederhana dapat diduga perusahaan yang tumbuh mempunyai leverage yang lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, pernyataan ini didukung oleh Gaver dan Gaver (1993), Skinner (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000), Adi Prasetyo (2000) yang konsisten dengan teori biaya kontrak yang secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan, tetapi adakalanya kebijakan pendanaan justru memberikan sinyal positif seperti yang dikemukakan Ross (1977), dalam Smith dan Watts, 1992) sebagai berikut: hipotesis sinyal merupakan model informasi asimetris yang memiliki implikasi terhadap variasi cross sectional dalam pemilihan kebijakan perusahaan. Perusahaan yang mempunyai hutang relatif tinggi terhadap modal berarti menunjukkan kualitasnya yang tinggi, karena perusahaan tersebut berarti mempunyai keberanian dalam menghadapi potensi biaya kesulitan keuangan (*financial distress*) dengan asumsi disparitas informasi tetap.

Adanya dua teori yaitu teori biaya kontrak dan teori sinyal, peneliti terdorong melakukan uji ulang dengan dasar teori biaya kontrak karena dalam

perspektif *efficiency contracting*, secara khusus manajer akan memilih metode akuntansi yang akan menimbulkan biaya agensi. Dengan demikian manajer akan memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal (Skinner 1993). Dengan demikian hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H₁ : Perusahaan yang tumbuh mempunyai rasio debt-to-equity lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Deviden masih merupakan hal yang membingungkan. Hipotesis sinyal menyatakan bahwa perusahaan yang berkualitas tinggi akan membayar deviden lebih tinggi (Miller & Rock (1985), dalam Jogiyanto Hartono, 1999). Adanya disparitas informasi menyebabkan perusahaan yang memiliki pilihan pertumbuhan kecil akan membayar deviden lebih tinggi sebagai sinyal bahwa kondisi perusahaan baik (Bhattacharya (1979), dalam Smith dan Watts, 1992).

Teori pembandingnya adalah *free cash flow* yang menyatakan bahwa perusahaan yang tumbuh memberikan deviden yang lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh dikarenakan laba ditahan yang dihasilkan perusahaan, sebagian besar dialokasikan untuk melakukan ekspansi. Sehingga proporsi pembagian deviden berkurang. Pernyataan ini didukung oleh Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999). Dengan demikian hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H₂ : Perusahaan yang tumbuh membayar deviden lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

2.1.3 Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan

Pemusatan perhatian pada kesamaan antara reaksi harga dan volume atas informasi yang dipublikasikan, cenderung menyebabkan para peneliti memandang harga dan volume sebagai ukuran yang substitusi tentang "reaksi pasar" (Bamber dan Cheon, 1995).

Di lain pihak riset sebelumnya juga membuktikan bahwa pengumuman *earning* menghasilkan reaksi volume perdagangan yang berbeda dengan reaksi harga (misalnya: Beaver (1968), Lev dan Ohlson (1982), Dontoh dan Ronen (1993), Cready dan Mynatt (1991)). Reaksi harga dan volume yang berbeda ini perlu diuji dengan *event* yang berbeda, apakah perilaku demikian masih konsisten jika dihubungkan dengan kecenderungan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dalam merespon perubahan harga saham dan volume perdagangan dengan menggunakan pendekatan proksi IOS.

Banyak ahli yang mencurahkan waktu dan pikirannya untuk melakukan studi atas pasar modal. Beaver (1968) menguji kandungan informasi atas pengumuman laporan laba tahunan. Peneliti tersebut menemukan bahwa pengumuman laba menyebabkan perubahan harga abnormal maupun volume perdagangan abnormal.

Perubahan harga saham mencerminkan informasi yang relevan. Perusahaan tumbuh relevansinya ditandai dengan kenaikan harga saham, demikian pula sebaliknya. Dasar pemikiran perusahaan tumbuh mengalami harga saham adalah teori *contracting*, yang menyatakan bahwa perusahaan tumbuh mempunyai aliran laba dan kas masa depan yang lebih besar dibandingkan dengan

perusahaan yang tidak tumbuh. Foster (1986), dalam Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000), menyatakan bahwa harga saham terjadi karena adanya aliran laba dan kas masa depan yang dinilai sekarang.

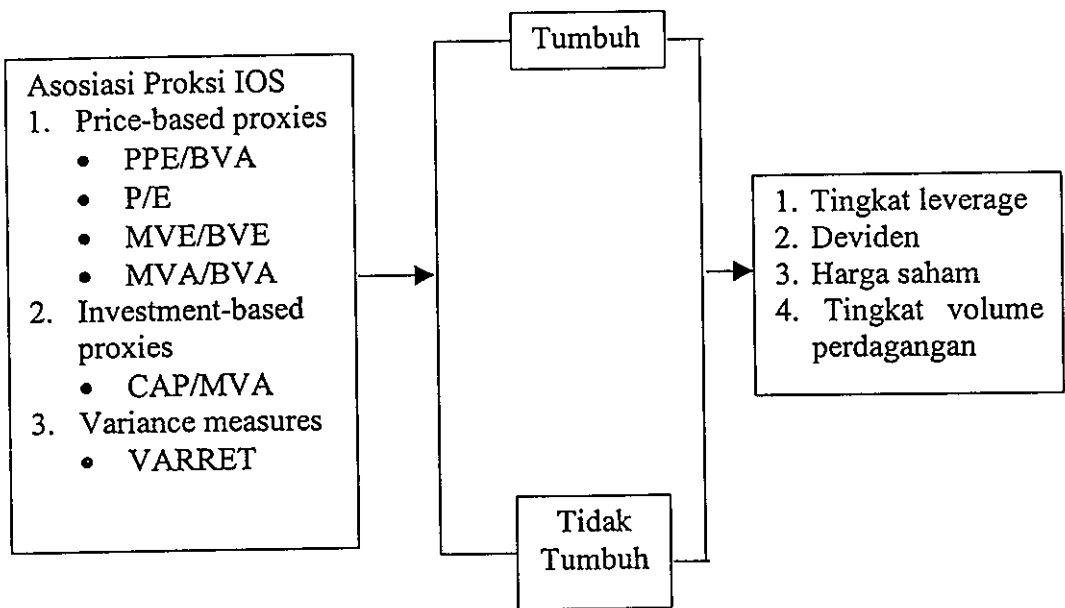
Indikasi adanya perusahaan yang tumbuh adalah salah satu informasi yang dapat dimanfaatkan oleh investor untuk mendapatkan *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan. Ini menunjukkan adanya reaksi pasar dan menunjukkan adanya kemampuan investor untuk merespon informasi tersebut, menurut Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000). Dengan demikian hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H₃ : Perubahan harga saham untuk perusahaan yang tumbuh cenderung positif dan lebih tinggi di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh.

Aktivitas volume perdagangan digunakan untuk melihat apakah investor individual menilai informasi untuk membuat keputusan perdagangan diatas keputusan perdagangan yang normal. Ukuran tersebut tidak memisahkan keputusan pembelian (yang dikaitkan dengan informasi positif, dalam hal ini untuk perusahaan tumbuh) dengan keputusan penjualan (yang bisa dikaitkan dengan informasi negatif, yaitu perusahaan tidak tumbuh), menurut Suad Husnan, Mamduh M.Hanafi dan Amin Wibowo (1996). Dengan demikian hipotesis alternatif yang diajukan adalah:

H₄ : Perubahan volume perdagangan untuk perusahaan yang tumbuh cenderung positif dan lebih tinggi di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dibandingkan dengan perusahaan yang tidak tumbuh.

2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis



Gambar 1. Analisis Perbedaan Perusahaan yang Tumbuh dan Tidak Tumbuh dengan Kebijakan Pendanaan, Deviden, Perubahan Harga Saham dan Volume Perdagangan pada Bursa Efek Jakarta: Analisis dengan Pendekatan Asosiasi Proksi IOS

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang meliputi: (1) Data akuntansi yang berupa laporan keuangan, deviden, harga penutupan saham bulanan, jumlah saham yang beredar dan tanggal publikasi laporan keuangan perusahaan sampel tahun 1994 yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory tahun 2000, (2) Data harga saham harian dan IHSG harian tanggal 1 Januari 2000-8 April 2000 yang diperoleh dari Database pojok BEJ Undip Semarang. Data harian ini digunakan karena mempunyai tingkat kepekaan yang lebih tinggi dalam merespon reaksi pasar dibandingkan dengan data harga saham mingguan ataupun bulanan menurut Brown dan Warner (1985), dalam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000).

3.2. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan publik yang terdaftar di pasar modal Indonesia, sedangkan sampel penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEJ yang dipilih dengan metode purposive judgement sampling, yaitu sampel dipilih atas dasar kesesuaian karakteristik sampel dengan kriteria pemilihan sampel yang ditentukan. Kriteria itu antara lain: (a) Sudah listing sampai tahun 1994. Alasan pengambilan tahun 1994 dikarenakan pada tahun tersebut mulai banyak bermunculan perusahaan-perusahaan baru yang mempunyai peluang dalam kelompok perusahaan yang tumbuh, selain itu sampel yang didapat

minimal berusia lima tahun sehingga secara finansial bisa disebut mapan, (b) Bukan lembaga keuangan, perbankan, asuransi, sekuritas, maupun perusahaan pemerintah (untuk mengantisipasi adanya pengaruh peraturan tertentu yang bersifat khas yang mungkin dapat mempengaruhi variabel dalam penelitian ini, sebagaimana Gaver dan Gaver (1993), (c) Tidak memiliki laba dan total ekuitas negatif, karena saldo ekuitas dan laba yang negatif sebagai penyebut menjadi tidak bermakna. Hasil seleksi sampel akan dijelaskan secara rinci pada tabel 4.

Tabel 4. Seleksi Sampel

Keterangan	Jumlah
Jumlah sampel awal	280
Pelanggaran kriteria 1 Emiten yang belum listing sampai tahun 1994	(71)
Pelanggaran kriteria 2 Emiten yang merupakan lembaga keuangan, perbankan, asuransi, sekuritas maupun perusahaan pemerintah	(47)
Pelanggaran kriteria 3 Emiten yang memiliki laba dan total ekuitas negatif	(62)
Jumlah sampel yang memenuhi syarat	100

Sumber : Indonesian Capital Market Directory, 2000.

Selanjutnya seluruh sampel diklasifikasi lebih lanjut ke dalam kelompok perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh dengan menggunakan analisis faktor, yaitu dengan menjumlahkan indeks faktor. Indeks faktor adalah variabel representatif dari IOS setelah diekstraksi dengan *common factor analysis*. Empat puluh persen tertinggi merupakan kelompok perusahaan tumbuh, sebaliknya empat puluh persen terendah merupakan kelompok perusahaan yang tidak

tumbuh, sedangkan dua puluh persen di tengah dihilangkan. Jadi setelah melalui proses ini, sampel akhir yang digunakan sebanyak delapan puluh emiten, yang merupakan 28,57% dari seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta.

3.3. Metode Pengumpulan Data

Data yang dikumpulkan bersifat pooled yaitu observasi yang melibatkan data time series dan cross section. Prosedur pengumpulan ini bertujuan untuk meningkatkan daya uji empiris dan mengurangi pengaruh perbedaan metode akuntansi yang diterapkan perusahaan yang menjadi sampel penelitian, karena perbedaan metode akuntansi mempunyai pengaruh pada laporan keuangan dalam waktu pendek saja.

3.4. Definisi Operasional Variabel

1. IOS adalah set peluang investasi yang berfungsi sebagai prediktor pertumbuhan perusahaan, dengan alternatif proksi :

$$a. \text{ PPE/BVA} = \frac{(\text{nilai buku PPE})}{(\text{nilai buku total aktiva})}$$

$$b. \text{ P/E} = \frac{(\text{harga penutupan saham per lembar})}{(\text{laba bersih per saham})}$$

$$c. \text{ MVE/BVE} = \frac{(\text{jumlah saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}{\text{total ekuitas}}$$

$$d. \text{ MVA/BVA} = \frac{(\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}{\text{total aset}}$$

$$e. \text{ CAP/MVA} = \frac{(\text{total buku aktiva tetap}_t - \text{nilai buku aktiva tetap}_{t-1})}{(\text{aset} - \text{total ekuitas} + (\text{lembar saham beredar} \times \text{harga penutupan saham}))}$$

$$f. \text{ VAR} = S^2 \left[\frac{((\text{price} \times \text{shares}) + \text{common devidens} + \text{preferred devidends} + \text{interest})_t}{(\text{Assets} - \text{commonequity} + \text{Pricexshares})_{t-1}} \right]$$

$$S^2 = \frac{\sum_{i=1}^n (R_i - \bar{R})^2}{n-1}$$

2. Kebijakan pendanaan

$$a. \text{ Book debt/equity} = \frac{(\text{total kewajiban})}{\text{total nilai buku ekuitas}}$$

$$b. \text{ Market debt/equity} = \frac{(\text{total hutang})}{(\text{saham beredar} \times \text{harga penutupan saham})}$$

3. Kebijakan deviden

$$a. \text{ Deviden payout} = \frac{(\text{deviden per lembar saham})}{(\text{laba bersih per lembar saham})}$$

$$b. \text{ Deviden yield} = \frac{(\text{deviden per lembar saham})}{(\text{harga penutupan saham per lembar})}$$

4. Perubahan harga

Proksi perubahan harga saham dalam penelitian ini adalah *cumulative abnormal return* (CAR). CAR merupakan akumulasi *abnormal return* dalam periode jendela untuk masing-masing saham. Abnormal return adalah selisih antara return realisasi masing-masing saham dengan return ekspektasian masing-

masing saham. Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000) mengemukakan rumus sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

AR_{it} = *Abnormal return* saham ke-i pada periode jendela ke-t

R_{it} = Return realisasi yang terjadi untuk saham ke-i pada periode jendela ke-t

$E(R_{it})$ = Return ekspektasian saham ke-i untuk periode jendela ke-t

Return realisasi masing-masing saham dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1})}{P_{it-1}} \quad (2)$$

R_{it} = return saham i pada hari t

P_{it} = harga penutupan saham pada hari t

P_{it-1} = harga penutupan saham i pada hari t-1

Return ekspektasi dihitung dengan model index tunggal. Model ekspektasian ini dibuat dengan menggunakan teknis regresi *ordinary least square* (OLS), yaitu:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i R_{Mj} + \varepsilon_{ij} \quad (3)$$

Keterangan:

R_{ij} = return realisasi saham ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = Intercept slope yang merupakan beta saham ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan Beta saham ke-i

R_{Mj} = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j

ε_{ij} = kesalahan residu saham ke-i pada periode estimasi ke-j

Untuk menghitung return ekspektasian pada periode jendela digunakan rumus sebagai berikut :

$$E(R_{i,t}) = \alpha_i + \beta_i \cdot E(R_{M,t}) \quad (4)$$

$E(R_{i,t})$ = return ekspektasian saham ke-i pada periode t

α_i = Intercept untuk saham ke-i

β_i = Koefisien slope yang merupakan Beta saham ke-i

$E(R_{M,t})$ = Return ekspektasian pasar pada periode ke-t yang nilainya = $R_{M,t}$

Penelitian ini menggunakan periode estimasi 53 (awal Januari-akhir Maret) dan periode jendela tiga hari sebelum dan sesudah tanggal peristiwa (hari ke-3 sampai dengan hari ke+3). Periode jendela yang digunakan dalam penelitian ini mengacu pada hasil penelitian Jogiyanto Hartono dan Surianto (1999).

Return indeks pasar yang digunakan dalam penelitian ini adalah Indeks Saham Gabungan (IHSG), yang dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{M,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}} \quad (5)$$

$R_{M,t}$ = Return indeks pasar saham pada hari ke-t

$IHSG_t$ = IHSG harian pada hari ke-t

$IHSG_{t-1}$ = IHSG harian pada hari t-1

Berikutnya adalah perhitungan CAR dengan rumus sebagai berikut:

$$CAR_{i,t} = \sum_{a=t-3}^{t+3} AR_{i,a} \quad (6)$$

$CAR_{i,t}$ = Akumulasi abnormal return saham ke-i pada hari ke-t, yang dihitung mulai awal periode jendela sampai dengan akhir periode jendela

$AR_{i,a}$ = Abnormal return saham ke-i pada hari ke-a, yaitu mulai t-3 sampai hari t+3

5. Perubahan volume perdagangan (Trading Volume Activity)

$$TVA_{i,t} = \frac{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

3.5. Teknis Analisa

3.5.1. Analisis Faktor

Analisis faktor adalah nama generik yang diberikan untuk kelas metode statistik multivariasi dimana tujuannya adalah untuk menjelaskan struktur yang mendasari matrik data. Pembicaraan lebih luas, hal tersebut merujuk pada permasalahan analisis struktur dari hubungan interelasi (korelasi) antara variabel dalam jumlah besar dengan mendefinisikan hal-hal umum yang mendasari dimensi, yang dikenal dengan faktor. Dengan analisis faktor, analisis pertama-tama akan dapat mengidentifikasi dimensi terpisah dari struktur dan kemudian menentukan sejauh mana setiap variabel dijelaskan oleh setiap dimensi. Setelah ukuran-ukuran ini dan penjelasan dari tiap variabel ditentukan, dua penggunaan utama dari analisis faktor-ringkasan dan reduksi data-akan dapat tercapai. Dalam peringkasan data, analisis faktor menjelaskan ukuran yang mendasar, yang saat interpretasi dan pemahaman, menggambarkan data dalam jumlah item yang lebih kecil dibandingkan dari variabel-variabel individu. Sedangkan dalam reduksi data dapat tercapai dengan perhitungan skor untuk tiap dimensi yang mendasari dan pensubstitusian skor tersebut untuk variabel orisinal.

Hair et.al (1995) mengemukakan bahwa analisis faktor adalah teknik saling ketergantungan dimana semua variabel bersama-sama dipertimbangkan, satu sama lainnya saling dihubungkan. Meskipun bukan teknik terikat analisis faktor masih menggunakan konsep variasi (gabungan variabel linier). Pada analisis faktor, variasi dibentuk dengan tujuan untuk memaksimalkan daya prediksi dan memaksimalkan penjelasan variasi dari semua variabel set, bukan untuk memprediksi variabel terikat.

Penyeleksian sampel berdasarkan nilai IOS menurut Gaver dan Gaver (1993) menggunakan metode *common factor analysis* dalam mengklasifikasikan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Peneliti menindaklanjuti nilai dari masing-masing indikator tersebut dengan menggunakan *common factor analysis*. Jumlah faktor yang dapat digunakan lebih lanjut adalah faktor-faktor yang mempunyai nilai *eigenvalue*-nya sama dengan atau lebih dari satu (Hair et.al, 1995) atau jumlah *eigenvalue*-nya sama dengan atau melebihi *total communalities* dari semua variabel yang digunakan (Gaver dan Gaver, 1993). Indeks tersebut selanjutnya dijumlah dan diperingkat dari yang terendah ke nilai tertinggi. Empat puluh persen indeks tertinggi merupakan klasifikasi perusahaan tumbuh, sebaliknya 40% indeks terendah merupakan klasifikasi perusahaan tidak tumbuh. Sampel yang indeks faktornya berada di tengah sebanyak 20% dihilangkan karena dianggap kurang ekstrim untuk membedakan klasifikasi perusahaan.

3.5.2. Pengujian Normalitas dan Homogenitas Data

Uji normalitas sangat penting untuk kepentingan analisis statistik, karena kaidah statistik adalah terdapat data dengan distribusi atau kurva normal. Dengan kata lain tiap nilai observasi dibandingkan dengan nilai harapan/hipotetik dari distribusi normal. Uji normalitas menggunakan Kosmogorov-Smirnov yaitu uji normalitas secara parametrik. Setelah uji normalitas terlaksana, langkah kedua adalah melakukan uji homogenitas. Syarat disebut normal dan homogen sama yaitu $p > 0,05$.

3.5.3. Uji Hipotesis

Dalam suatu penelitian, bila ingin membandingkan dua kelompok, apakah ada perbedaan antara dua kelompok tersebut, maka yang digunakan untuk menganalisis adalah uji-t, yang prinsipnya hanya membandingkan dua kelompok rerata.

Jika data yang diolah ternyata tidak memenuhi syarat (normalitas dan homogenitas), maka dilakukan uji beda rata-rata non parametrik yaitu Uji U Mann Whitney yang secara statistik terbukti lebih akurat, pernyataan ini sepaham dengan Hanna Meilani Salno dan Zaki Baridwan (2000), serta Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000). Apabila perbandingan kedua kelompok mean tersebut, taraf signifikansinya kurang dari 0,01 atau 0,05 dapat dikatakan bahwa kedua kelompok tersebut berbeda secara signifikan (atau menolak hipotesis nol dan menerima hipotesis alternatif).

BAB IV

PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

4.1. Penyeleksian Sampel Berdasarkan Nilai IOS

Prosedur analisis faktor digunakan untuk menyeleksi perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Prosedur ini digunakan karena dapat mengidentifikasi dimensi-dimensi laten atau membentuk representasi atau variabel-variabel asli (Hair dkk (1995), dalam Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000). Dari hasil analisis faktor (lampiran 2), ditemukan: (a) Korelasi yang positif antara MVE/BVE dengan MVA/BVA, MVA/BVA dengan Varret pada tingkat signifikansi kurang dari 0,01 (sangat signifikan), hasil analisis ini sesuai dengan yang diperkirakan. Akan tetapi nilai korelasinya tidak semuanya tinggi, rendahnya korelasi ini mungkin disebabkan masing-masing proksi mempunyai keterbatasan sendiri dalam menilai IOS, (b) Korelasi yang negatif antara PPE/BVA dengan MVE/BVE, PPE/BVA dengan MVA/BVA pada tingkat signifikansi kurang dari 0,01 (sangat signifikan), hasil ini tidak sesuai dengan yang diperkirakan. Ini berarti peningkatan proksi PPE/BVA (lewat penambahan aset, seperti: *plant, property and equipment*) tidak berhubungan dengan nilai aset pasar maupun nilai ekuitas pasar. Jadi proksi yang mendukung asosiasi antara proksi IOS adalah MVE/BVE, MVA/BVA dan Varret. Hasil *common factor analysis* akan peneliti tampilkan secara ringkas dalam tabel 5.

Tabel 5. Common factor analysis IOS

A. Communalities enam nilai IOS						
IOS	PPE/BVA	P/E	MVE/BVE	MVA/BVA	CAP/MVA	VAR
Communalities	0,433	0,629	0,553	0,711	0,396	0,427
B. Eigenvalues untuk pengurangan matrik korelasi						
Faktor	1	2	3	4	5	6
Eigenvalues	2,009	1,141	0,950	0,759	0,726	0,416
C. Korelasi antar faktor dengan IOS						
Faktor/IOS	PPE/BVA	P/E	MVE/BVE	MVA/BVA	CAP/MVA	VAR
1	-0,624	0,174	0,717	0,842	-0,037	0,604
2	0,208	0,774	-0,200	-0,042	0,628	0,250

Sumber: lampiran 2 dan 3.

Hasil *common factor analysis* terhadap enam proksi pertumbuhan perusahaan, terdapat nilai *communalities* IOS individual. Nilai tersebut digunakan untuk menentukan jumlah faktor representasi atas variabel-variabel asli. Jumlah keenam nilai *communalities* tersebut adalah (3,149), artinya untuk mencapai nilai tersebut dibutuhkan dua faktor yang mempunyai nilai *eigenvalue* di atas satu, faktor pertama (2,009) dan faktor kedua (1,141). Jadi dalam kasus ini, dua faktor dibutuhkan untuk menjelaskan hubungan timbal balik antar proksi IOS. Faktor pertama berhubungan dengan nilai pasar aset, nilai pasar ekuitas dan varret dengan loading masing-masing (0,842), (0,717) dan (0,604). Faktor kedua berhubungan dengan laba per setiap lembar saham dan aliran tambahan modal saham perusahaan dengan loading masing-masing (0,774) dan (0,628).

Penentuan perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh berdasarkan pada penjumlahan kedua faktor tersebut (fac1_1 dan fac1_2). Fac1_1 dan fac1_2 adalah variabel representasi dari PPE/BVA, P/E, MVE/BVE, MVA/BVA, CAP/MVA dan Varret setelah diekstraksi dengan *common factor analysis*.

Penjumlahan kedua faktor ini kemudian diperingkat. Empat puluh persen tertinggi masuk kategori perusahaan yang tumbuh, sebaliknya 40% terendah masuk kategori perusahaan yang tidak tumbuh. Sedangkan 20% di tengah dihilangkan karena dianggap karena kurang ekstrim untuk membedakan klasifikasi perusahaan.

4.2. Pengujian Hipotesis

4.2.1. Pengujian Hipotesis Satu (Kebijakan Pendanaan)

Tolok ukur kebijakan pendanaan ada dua, yaitu: book debt/equity dan market debt/equity. Dalam statiktik deskriptif (lampiran 4) terlihat sebaran data untuk kedua tolak ukur tersebut mempunyai rank yang jauh, meskipun demikian setelah diuji normalitas, data tersebut tergolong normal. Untuk melakukan uji beda rata-rata kebijakan pendanaan perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh selain uji normalitas, uji homogenitas juga harus dilakukan. Dari hasil uji homogenitas (tabel 6), tolak ukur book debt/equity tergolong homogen, sedangkan market debt/equity tergolong tidak homogen. Jadi uji beda rata-rata (t-test) hanya bisa dilakukan untuk tolak ukur book debt/equity, sedangkan market debt/equity menggunakan uji beda rata-rata non parametrik yaitu uji U Mann Whitney.

Tabel 6. Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data Kebijakan Pendanaan

Variabel	Nilai P	Keterangan
Book debt/equity	0,167>0,05	Normal
	0,330>0,05	Homogen
Market debt/equity	0,349>0,05	Normal
	0,005<0,05	Tidak Homogen

Sumber: lampiran 5 dan 6.

Dalam uji beda rata-rata tolok ukur book debt/equity (tabel 7) terlihat nilai signifikansi dua arah sebesar ($0,659 > 0,05$), adapun t hitung ($0,443$) dan t tabel satu arah dengan alpha 5% ($df=39$) adalah sebesar ($1,684$), karena t hitung terletak pada daerah hipotesis nol diterima, maka hasil penelitian untuk tolok ukur book debt/equity menolak hipotesis alternatif satu yang berbunyi perusahaan yang tumbuh mempunyai debt-to-equity lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Tabel 7. Hasil Uji-t atas Book debt/equity

Variabel	Kategori perusahaan	N	Mean rank	2-tail sign	Keterangan
Book debt/equity	Tumbuh	40	3,3883	0,659	P>0,05 Tidak ada perbedaan
	Tidak tumbuh	40	2,7935		

Sumber: Lampiran 5 dan 6.

Sedangkan dalam uji beda rata-rata non parametrik untuk tolok ukur market debt/equity (tabel 8) terlihat nilai signifikansi dua arah sebesar ($0,001 < 0,05$), terjadi perbedaan yang secara statistik signifikan. Adapun t hitung ($-2,604$) dan t tabel satu arah dengan alpha 5% ($df=39$) adalah sebesar ($1,684$), karena t hitung terletak pada daerah hipotesis alternatif diterima, maka hasil penelitian untuk tolok ukur market debt/equity menerima hipotesis alternatif satu yang berbunyi perusahaan yang tumbuh mempunyai debt-to-equity lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh.

Tabel 8. Hasil Uji U Mann Whitney atas Market debt/equity

Variabel	Kategori perusahaan	N	Mean Rank	Sum of rank	2-tailed	Keterangan Populasi
Market debt/equity	Tumbuh	40	32,11	1284,50	0,001	P<0,05 Berbeda
	Tidak Tumbuh	40	48,89	1955,50		

Sumber: Lampiran 7.

4.2.2. Pengujian Hipotesis Dua (Kebijakan Deviden)

Tolok ukur kebijakan deviden ada dua, yaitu: deviden payout dan deviden yield. Sebaran data keduanya (lampiran 4) terlihat sangat jauh, terutama untuk tolak ukur deviden payout. Meskipun demikian, tolak ukur keduanya memenuhi syarat untuk disebut normal dan homogen (tabel 9), sehingga uji beda rata-rata untuk keduanya bisa langsung dilakukan.

Tabel 9. Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas Data Kebijakan Deviden

Variabel	Nilai P	Keterangan
Deviden payout	0,317>0,05	Normal
	0,431>0,05	Homogen
Deviden yield	0,153>0,05	Normal
	0,574>0,05	Homogen

Sumber: Lampiran 5 dan 6.

Dalam uji beda rata-rata tolak ukur deviden payout diketahui t hitung (0,419) dan t tabel satu arah dengan alpha 5% (df=39) adalah sebesar (1,684), karena t hitung terletak pada daerah hipotesis nul diterima, maka hipotesis alternatif dua ditolak, sedangkan tolak ukur devien yield diketahui t hitung (-1, 080) dan t tabel satu arah dengan alpha 5% (df=39) adalah sebesar (1,684), karena t hitung terletak pada daerah hipotesis nul diterima, maka hipotesis alternatif dua untuk tolak ukur deviden yield ditolak. Penjelasan ini secara ringkas terdapat pada tabel 10.

Tabel 10. Hasil uji-t atas Kebijakan Deviden

Variabel	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	2 tail sign	Keterangan
Deviden payout	Tumbuh	24	50,7492	0,678	P>0,05 Tidak ada perbedaan
	Tidak Tumbuh	19	38,4632		
Deviden yield	Tumbuh	24	2,5600	0,286	P>0,05 Tidak ada perbedaan
	Tidak Tumbuh	19	3,4211		

Sumber: lampiran 5 dan 6.

4.2.3. Pengujian Hipotesis Tiga (Perubahan Harga Saham)

Proksi perubahan harga saham dalam penelitian ini adalah *cumulative abnormal return* (CAR). CAR merupakan akumulasi abnormal return dalam periode jendela untuk masing-masing saham. Return ekspektasi dihitung dengan pendekatan indeks tunggal yaitu return suatu saham dipengaruhi oleh return pasar (marker return), di mana pengaruh pasar adalah sama untuk semua saham. Oleh karenanya, menurut pendekatan ini abnormal return adalah sama dengan total return dikurangi return pasar. Return pasar pada suatu periode dihitung sebagai selisih IHSG pada akhir dan awal periode, yang dibagi dengan IHSG awal periode. Dari hasil regresi linear sederhana diperoleh nilai konstanta (0,0012) dan nilai beta (1,205) dengan R^2 sebesar 52%. Berdasarkan hasil tersebut persamaan regresi untuk return ekspektasi adalah $R_{ij} = 0,0012 + (1,205) R_{mt}$, dimana R_{mt} untuk (H-3) adalah (0,0062), (H-2) adalah (0,0079), (H-1) adalah (0,0048), (H) adalah (-0,0173), (H+1) adalah (-0,0285), (H+2) adalah (-0,0123) dan (H+3) adalah (0,0183). Sehingga return ekspektasi untuk (H-3) berjumlah (0,00915), (H-2) berjumlah (0,01072), (H-1) berjumlah (0,00698), (H) berjumlah (-0,01965), (H+1) berjumlah (-0,03314), (H+2) berjumlah (0,01362) dan (H+3) berjumlah (0,02325). Return realisasi dihitung dengan cara harga saham pada saat t dikurangi harga saham $t-1$ dibagi harga saham pada saat t . Setelah return realisasi dengan return ekspektasi diketahui langkah selanjutnya mengurangkan return realisasi dengan return ekspektasi, hasilnya disebut abnormal return. Abnormal return yang dijumlah selama periode jendela menjadi *cumulative abnormal return*.

Variabel CAR ini yang akan diuji beda rata-rata antara perusahaan yang tumbuh dan perusahaan yang tidak tumbuh.

Tabel 11. Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas atas Perubahan Harga Saham

Variabel	Nilai P	Keterangan
CAR	0,238>0,05	Normal
	0,233>0,05	Homogen

Sumber: lampiran 9 dan 10.

Untuk melakukan uji beda rata-rata, maka uji normalitas dan uji homogenitas atas CAR (*cumulative abnormal return*) harus dilalui terlebih dahulu. Sebaran data CAR (lampiran 9) terlihat nilai maksimum (0,9065) dan nilai minimum (-0,5802) dan nilai rata-rata (0,0261). Sepintas data ini terlihat normal, dan uji normalitas membuktikan bahwa data CAR (0,238>0,05) masuk kategori normal. Begitu juga uji homogenitas nilai signifikansinya (0,233>0,05) bisa disebut homogen.

Selanjutnya uji beda rata-rata atas CAR (tabel 12) terlihat nilai signifikansi dua arah sebesar (0,294>0,05), adapun t hitung (-1,057) dan t tabel satu arah dengan alpha 5% (df=39) adalah sebesar (1,684), karena t hitung terletak pada daerah hipotesis nol diterima, maka hasil penelitian pada perubahan harga saham menolak hipotesis alternatif tiga, yang berbunyi perubahan harga saham untuk perusahaan yang tumbuh cenderung positif dan lebih tinggi di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh.

Tabel 12. Hasil Uji-t atas Perubahan Harga Saham

Variabel	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	2-tail sign	Keterangan
CAR	Tumbuh	40	0,0046	0,294	P>0,05 Tidak ada perbedaan
	Tidak tumbuh	40	0,0476		

Sumber: lampiran 9 dan 10.

4.2.4. Pengujian Hipotesis Empat (Perubahan Volume Perdagangan)

Sebaran data perubahan volume perdagangan (statistik deskriptif, lampiran 10), terlihat bahwa data rank kecil. Data seperti ini cenderung normal. Uji normalitas menunjukkan perubahan volume perdagangan pada periode jendela masuk kategori normal. Adapun uji homogenitas semua data homogen, kecuali (H-2). Penjelasan ini secara ringkas terdapat pada tabel 13.

Adapun nilai t hitung untuk H-3 sampai dengan H+3 yaitu (-0,114, -1,206, -1,095, -0,167, 0,424, -0,509 dan -0,062), sedangkan t tabel satu arah dengan α 5% ($df=39$) berkisar antara (-1,684) sampai dengan (1,684), karena t hitung terletak pada daerah hipotesis nol diterima, maka menolak hipotesis alternatif empat, yang berbunyi perubahan volume perdagangan untuk perusahaan yang tumbuh cenderung positif dan lebih tinggi di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dibanding perusahaan yang tidak tumbuh selama periode jendela. Penjelasan secara ringkas ada pada tabel 14 dan 15.

Tabel 13. Hasil Uji Normalitas dan Homogenitas atas Perubahan Volume Perdagangan

Variabel	Nilai P	Keterangan
H-3	0,309>0,05	Normal
	0,328>0,05	Homogen
H-2	0,338>0,05	Normal
	0,035<0,05	Tidak Homogen
H-1	0,283>0,05	Normal
	0,051>0,05	Homogen
H	0,354>0,05	Normal
	0,717>0,05	Homogen
H+1	0,291>0,05	Normal
	0,211>0,05	Homogen
H+2	0,292>0,05	Normal
	0,109>0,05	Homogen
H+3	0,252>0,05	Normal
	0,663>0,05	Homogen

Sumber: lampiran 10 dan 11.

Tabel 14. Hasil Uji -t atas Perubahan Volume Perdagangan

Variabel	Kategori Perusahaan	N	Mean Rank	2 tail sign	Keterangan
H-3	Tumbuh	39	0,0160	0,886	P>0,05
	Tidak tumbuh	38	0,0171		Tidak ada perbedaan
H-1	Tumbuh	39	0,0309	0,277	P>0,05
	Tidak tumbuh	38	0,0479		Tidak ada perbedaan
H	Tumbuh	39	0,1148	0,868	P>0,05
	Tidak tumbuh	38	0,1275		Tidak ada perbedaan
H+1	Tumbuh	39	0,0858	0,673	P>0,05
	Tidak tumbuh	37	0,0718		Tidak ada perbedaan
H+2	Tumbuh	39	0,0506	0,612	P>0,05
	Tidak tumbuh	37	0,0626		Tidak ada perbedaan
H+3	Tumbuh	39	0,0409	0,951	P>0,05
	Tidak tumbuh	37	0,0418		Tidak ada perbedaan

Sumber: lampiran 10 dan 11.

Tabel 15. Hasil Uji U Mann Whitney atas Perubahan Volume Perdagangan atas H-2

Variabel	Kategori perusahaan	N	Mean Rank	Sum of Ranks	2 tailed	Keterangan
H-2	Tumbuh	39	39,45	1538,50	0,857	P>0,05
	Tidak tumbuh	38	38,00	1464,50		Tidak ada perbedaan

Sumber: Lampiran 12.

4.3. Pembahasan dan Implikasi Hasil Penelitian

Investment opportunity set (IOS) mempunyai karakteristik yang menjadi daya tarik setiap peneliti, karakteristik itu adalah sifatnya yang tidak bisa teramati (*unobservable*). Hasil penelitian ini membuktikan bahwa proksi IOS yang ditemukan terdapat persamaan dan perbedaan dengan para peneliti terdahulu. Ada tiga proksi IOS yang mewakili prediktor pertumbuhan perusahaan, antara lain: *market value to book value of assets* (MVA/BVA), *market value to book value of equity* (MVE/BVE) dan *variance to total return* (Varret). Persamaan temuan itu terdapat pada proksi MVA/BVA dan MVE/BVE di semua hasil penelitian

terdahulu, sedangkan perbedaannya terletak pada proksi VAR, yang hanya didukung oleh Gaver dan Gaver (1995).

Hasil penelitian ini telah membuktikan bahwa:

1. MVA/BVA dan MVE/BVE layak disebut prediktor pertumbuhan perusahaan karena pasar percaya bahwa nilai pasar perusahaan tersebut lebih besar dari nilai bukunya.
2. VAR layak disebut prediktor pertumbuhan perusahaan karena pembagian saham perusahaan akan lebih berharga bila terjadi peningkatan variabilitas hasil dari aset yang mendasarinya. Ini berarti menerima pandangan tradisional tentang perusahaan yang tumbuh identik dengan perusahaan kecil, sedang berjuang dan pemula. Dengan kata lain, peluang perusahaan baru akan berhasil lebih besar, sebaliknya perusahaan yang besar kurang mendapatkan kesempatan itu karena mereka mempunyai pilihan investasi yang kurang baik (Gaver dan Gaver, 1995).

Langkah selanjutnya adalah mengidentifikasi perusahaan dalam kelompok perusahaan yang tumbuh atau perusahaan tidak tumbuh, dengan menjumlahkan indeks kedua faktor (fac1_1 dan fac1_2) yang merupakan representasi dari PPE/BVA, P/E, MVE/BVE, MVA/BVA, CAP/MVA dan Varret setelah diekstraksi dengan *common factor analysis*. Adapun fac_sum adalah variabel penjumlahan dari fac1_1 dan fac1_2, yang merupakan indeks untuk mengklasifikasikan perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh. Indeks ini kemudian diperingkat, empat puluh persen tertinggi merupakan kelompok

perusahaan yang tumbuh dan 40% terendah merupakan kelompok perusahaan yang tidak tumbuh.

Sedikitnya penelitian empiris yang membahas perbedaan lintas bagian dalam keputusan kebijakan utama merupakan alasan untuk menghubungkan IOS dengan kebijakan struktur modal dan deviden (Smith dan Watts (1992), dalam Gaver dan Gaver, 1993). Setelah diketahui perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh dengan proksi IOS, maka pembahasan perbedaan lintas bagian dalam kebijakan utama (pendanaan dan deviden) dilakukan.

Hasil penelitian antara IOS dengan kebijakan pendanaan untuk tolok ukur nilai buku hutang menolak hipotesis satu yang berbunyi perusahaan yang tumbuh mempunyai rasio debt-to-equity lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh, meskipun penolakan itu secara statistik tidak signifikan. Sedangkan pada nilai pasar hutang menerima secara signifikan hipotesis satu. Adapun pertentangan hasil ini dikarenakan penilaian pasar lebih obyektif, dibandingkan penilaian menurut nilai buku, selain itu nilai buku aset dicurigai telah dimanipulasi oleh pihak manajemen (Untung Affandi dan Siddharta, 1998). Jadi penelitian ini mendukung teori biaya kontrak yang secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa pemilihan kebijakan perusahaan bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal. Dalam hal ini agen diwakili oleh manajer dan prinsipal diwakili oleh investor sebagai pemegang saham. Manajer berkeinginan meningkatkan nilai perusahaan sehingga tingkat keberhasilannya bisa diketahui dan akhirnya bisa mempertahankan posisinya sebagai manajer, sedangkan pemegang saham

berkeinginan laba yang diperoleh tidak berkurang karena adanya kewajiban membayar bunga hutang. Adapun hasil penelitian sebelumnya yang mendukung adalah Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000) serta Adi Prasetyo (2000).

Hasil penelitian antara IOS dengan kebijakan deviden untuk tolok ukur deviden payout dan deviden yield secara konsisten menolak hipotesis dua yang berbunyi perusahaan yang tumbuh membayar deviden lebih rendah daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Temuan ini berarti bertentangan dengan hasil penelitian Jensen (1986), Gaver dan Gaver (1993), Kallapur dan Trombley (1999), Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma (2000), Tettet Fijrijanti dan Jogiyanto Hartono (2000), tetapi sepaham dengan hasil penelitian Hamid Habbe dan Jogiyanto Hartono (2000), yang menyatakan ketidaksignifikannya variabel deviden adalah perusahaan *prospektor* (perusahaan yang berkesempatan tumbuh) maupun *defender* (perusahaan yang tidak berkesempatan untuk tumbuh lebih menganut *signalling theory* daripada *contracting theory*, sehingga membayar deviden relatif sama. Adapun alasan yang lain adalah baik perusahaan *prospektor* maupun perusahaan *defender* mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar deviden yang berbeda.

Hasil penelitian antara IOS dengan perubahan harga saham untuk perusahaan yang tumbuh lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Ini berarti menolak hipotesis alternatif tiga yang berbunyi perubahan harga saham untuk perusahaan yang tumbuh cenderung positif dan lebih tinggi di sekitar

tanggal pengumuman laporan keuangan dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh, meskipun penolakan itu secara statistik tidak signifikan. Adapun penyebabnya antara lain:

1. Metode yang digunakan untuk menilai CAR adalah index tunggal, artinya return ekspektasi dipengaruhi return pasar (dalam hal ini selisih IHSG) yang terlihat dalam uji regresi R^2 sebesar 52%. Namun demikian, kecilnya nilai R^2 bukan berarti model yang digunakan (index tunggal) tidak baik, kekhawatiran yang berlebih terhadap kecilnya R^2 ini oleh Insukindro (1998), disebut sebagai *R^2 Sindrom*. Insukindro (1998) menyatakan bahwa R^2 bukan satu-satunya alat untuk menilai baik-buruknya model, namun hanya merupakan salah satu. Ini berarti ada kriteria lain untuk menilai model yang baik, antara lain: sederhana (parsimony), konsisten dengan teori ekonomika yang dipilih, mempunyai kemampuan memprediksi di dalam sampel. Kriteria ini dipenuhi oleh model index tunggal.
2. Harga saham pada pasar modal berkembang lebih banyak dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kinerja akuntansi. Fakta ini dapat mengimplikasikan bahwa transaksi perdagangan harga saham di pasar modal berkembang mempunyai keunikan dan tidak mengarah pada faktor fundamental dan lebih bersifat spekulatif. Dengan kata lain, investor kurang rasional (Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000).

Hasil penelitian antara IOS dengan perubahan volume perdagangan selama periode jendela tidak terjadi perbedaan yang berarti antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Temuan yang konsisten antara perubahan harga

saham dan volume perdagangan berarti penolakan terhadap teori Beaver yang menyatakan adanya perbedaan reaksi antara perubahan harga saham sebagai penilaian pasar secara agregat dan perubahan volume perdagangan sebagai penilaian pasar secara individual, sebaliknya menerima teori Bamber dan Cheon (1995), tentang pemusatan perhatian pada kesamaan antara reaksi harga dan volume perdagangan atas informasi yang dipublikasi, sehingga memandang harga dan volume sebagai ukuran yang substitusi.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa proksi IOS yang ditemukan terdapat persamaan dan perbedaan dengan para peneliti terdahulu. Ada tiga proksi IOS yang mewakili prediktor pertumbuhan perusahaan, antara lain: *market value to book value of assets* (MVA/BVA), *market value to book value of equity* (MVE/BVE) dan *variance to total return* (Varret). Persamaan temuan itu terdapat pada proksi MVA/BVA dan MVE/BVE di semua hasil penelitian terdahulu, sedangkan perbedaannya terletak pada proksi VAR, yang hanya didukung oleh Gaver dan Gaver (1995). Ini berarti IOS membuktikan karakteristiknya yaitu sifatnya yang tidak teramati (*unobservable*).

Temuan antara IOS dengan pendanaan, telah membuktikan nilai pasar hutang menerima secara signifikan hipotesis satu yang berbunyi perusahaan yang tumbuh mempunyai rasio debt-to-equity lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Teori yang mendukung temuan ini adalah teori biaya kontrak yang secara prinsip menggunakan asumsi utama bahwa kebijakan perusahaan bertujuan memaksimalkan nilai perusahaan dengan cara menyelaraskan kepentingan agen dan prinsipal.

Temuan antara IOS dengan kebijakan deviden baik deviden payout maupun deviden yield secara signifikan menolak hipotesis dua artinya tidak ada perbedaan yang berarti antara perusahaan yang tumbuh dan yang tidak tumbuh dalam menerapkan kebijakan deviden. Penolakan itu berarti

perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh lebih menganut *signaling theory* daripada *contracting theory*, sehingga membayar deviden relatif sama. Alasan yang lain, baik perusahaan yang tumbuh maupun yang tidak tumbuh mengalami kesulitan *free cash flow* untuk membayar deviden yang berbeda (Hamid Habbe dan Jogiyanto Hartono, 2000).

Hasil penelitian antara IOS dengan perubahan harga saham untuk perusahaan yang tumbuh lebih kecil daripada perusahaan yang tidak tumbuh. Ini berarti menolak hipotesis tiga yang berbunyi perubahan harga saham untuk perusahaan yang tumbuh cenderung positif dan lebih tinggi di sekitar tanggal pengumuman laporan keuangan dibandingkan perusahaan yang tidak tumbuh, meskipun penolakan itu secara statistik tidak signifikan. Adapun penyebabnya antara lain:

1. Metode yang digunakan untuk menilai CAR adalah index tunggal, artinya return ekspektasi dipengaruhi return pasar (dalam hal ini selisih IHSG) yang terlihat dalam uji regresi R^2 sebesar 52%. Namun demikian, kecilnya nilai R^2 bukan berarti model yang digunakan (index tunggal) tidak baik, kekhawatiran yang berlebih terhadap kecilnya R^2 ini oleh Insukindro (1998), disebut sebagai *R² Sindrom*. Insukindro (1998) menyatakan bahwa R^2 bukan satu-satunya alat untuk menilai baik-buruknya model, namun hanya merupakan salah satu. Ini berarti ada kriteria lain untuk menilai model yang baik, antara lain: sederhana (*parsimony*), konsisten dengan teori ekonomika yang dipilih, mempunyai kemampuan memprediksi di dalam sampel. Kriteria ini dipenuhi oleh model index tunggal.

2. Harga saham pada pasar modal berkembang lebih banyak dipengaruhi oleh faktor-faktor di luar kinerja akuntansi. Fakta ini dapat mengimplikasikan bahwa transaksi perdagangan harga saham di pasar modal berkembang mempunyai keunikan dan tidak mengarah pada faktor fundamental dan lebih bersifat spekulatif. Dengan kata lain, investor kurang rasional (Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma, 2000).

Hasil penelitian antara IOS dengan perubahan volume perdagangan selama periode jendela tidak terjadi perbedaan yang berarti antara perusahaan yang tumbuh dan tidak tumbuh. Temuan yang konsisten antara perubahan harga saham dan volume perdagangan berarti penolakan terhadap teori Beaver yang menyatakan adanya perbedaan reaksi antara perubahan harga saham sebagai penilaian pasar secara agregat dan perubahan volume perdagangan sebagai penilaian pasar secara individual, sebaliknya menerima teori Bamber dan Cheon (1995), tentang pemusatan perhatian pada kesamaan antara reaksi harga dan volume perdagangan atas informasi yang dipublikasi, sehingga memandang harga dan volume sebagai ukuran yang substitusi.

Keterbatasan dalam penelitian ini dan saran yang dapat diberikan untuk penelitian berikutnya adalah:

1. Pembahasan proksi IOS kurang mendalam, hal ini dikarenakan sulitnya mencari literatur yang membahas asosiasi proksi IOS secara detail dan menyeluruh. Untuk itu pada penelitian yang akan datang diharapkan dapat menelaahnya secara lebih detail.

2. Penelitian ini menemukan hasil yang berlawanan secara konsisten terjadi antara kebijakan pendanaan dengan kebijakan deviden yang diukur dengan nilai buku dan nilai pasar, temuan ini sama dengan Tettet Fijrijanti dan Jogyanto Hartono (2000) serta Sami dkk (1999). Jadi implikasi untuk penelitian berikutnya adalah melakukan eksplorasi antara nilai pasar pada akhir tahun fiskal terhadap nilai buku pada akhir tahun fiskal.
3. Model index tunggal yang digunakan untuk menghitung CAR, meskipun telah memenuhi syarat disebut model yang baik, model ini mempunyai kelemahan yaitu tidak sesuai atau bersifat menyederhanakan kenyataan, sehingga dinilai kurang realistis. Untuk itu pada penelitian yang akan datang diharapkan dapat menggunakan ada satu model yang kompleks dan sesuai dengan kenyataan yaitu pendekatan *adjusted beta* (atau yang lebih dikenal dengan sebutan “bias beta di pasar modal yang sedang berkembang”).

DAFTAR REFERENSI

- Abdul Hamid Habbe dan Jogyanto Hartono. 2000. "Studi terhadap Pengukuran Kinerja Akuntansi Perusahaan Prospktor dan Defender dan Hubungannya dengan Harga Saham: Analisis dengan Pendekatan Life Cycle Theory." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 719-749.
- Adi Prasetyo. 2000. "Asosiasi antara Investment Opportunity Set (IOS), dengan Kebijakan Pendanaan, Kebijakan Deviden, Beta dan Perbedaan Reaksi Pasar: Bukti Empiris dari Bursa Efek Jakarta." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 878-905.
- Bandi dan Jogyanto Hartono. 2000. "Perilaku Reaksi Harga dan Volume Perdagangan Saham terhadap Pengumuman Deviden." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 3. pp. 203-213.
- Chung, Kee H, dan Charlie Charoenwong. 1991. "Investment Options, Assets in Place, and the Risk of Stock." *Financial Management*, Autumn. pp. 21-23.
- Dhaliwal, dan William G, Heninger. dan K.E Hughes II. 1999. "The Invesment Opportunity Set and Capitalization versus Expensing Methods of Accounting Choice." *Accounting and Finance*. Vol. 39. pp.151-175.
- Fama, Eugene F, 1970. "Efficient Capital Markets:A review of theory and empirical work." *Journal of Finance*. Vol. 25 pp. 387-417.
- Gaver, Jennifer J, dan Kenneth M. Gaver. 1993. "Additional Evidence on the Assosiation Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend and Compensation Policies." *Journal of Accounting and Economocs* . Vol. 16. pp. 19-160.
- , 1995. "Compensation Policy and the Investment Opportunity Set." *Financial Management* Vol. 24. pp .19-32 .
- Hair, Joseph F, Rolph E. Anderson, Ronald L. Thatam, dan William C. Black. 1995. "Multivariate Data Analysis, With Reading." Fourth Ed, Mc. Mullan Publ. Co.
- Hanna Meilani Salno dan Zaki Baridwan. 2000. "Analisis Perataan Penghasilan: Faktor –Faktor yang Mempengaruhi dan Kaitannya dengan Kinerja Saham Perusahaan Publik di Indonesia." *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 3. pp. 17-34.

- Imam Subekti dan Indra Wijaya Kusuma. 2000. "Asosiasi antara Set Kesempatan Investasi dengan kebijakan Pendanaan dan Dividen Perusahaan, serta Implikasinya pada Perubahan Harga Saham." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 820–850.
- Imam Ghozali. 2001. "Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS." Badan Penerbit Undip. Semarang.
- Insukindro. 1998. "Sindrum R^2 dalam Analisis Regresi Linier Runtun Waktu." *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*. Vol. 13. pp. 1-11.
- Jogiyanto Hartono. 1998. "Teori Porfolio dan Analisis Investasi." Yogyakarta: BPFE.
- _____ dan Surianto. 1999. "Bias di Beta Sekuritas dan Koreksinya untuk Pasar Modal yang sedang Berkembang.": Bukti Empiris di BEJ, Working Paper, Universitas Gadjah Mada.
- Kallapur, Sanjay dan Mark A. Trombley. 1999. "The Association Between Investment Opportunity Set Proxies and Realized Growth." *Journal of Business & Accounting*. Vol. 26, April / May. pp.505–519.
- Kaziba A. Mpaata dan Agus Sartono. 1997. "Factor Determining Price Earnings (P/E) Ratio." *Kelola*. Vol. 15 .pp. 133–150.
- Myers, S. 1977. "Determinants of Corporate Borrowing." *Journal of Financial Economics* Vol.5. pp. 147–150.
- Sami Heibatollah. C.K. Kevin L. dan S.M. Simon. "Association beetwen the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, Leasing and Compensation Policies: Some Evidence from an Emerging Market." Working Paper. (Temple University, Philadelphia).
- Singgih Santosa. 2000. "SPSS Mengolah Data Statistik secara Profesional versi 7.5." Elex Media Komputindo. Gramedia-Jakarta.
- Skinner, Douglas. 1992. "The Investment Opportunity Set and Accounting Procedure Choice." *Journal of Accounting and Aconomics*. Vol. 16. pp. 407-445.
- Smith Jr, Clifford W, dan Ross L. Watts. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Pilicies." *Journal of Financial Economics*. Vol. 32. pp. 263–292.

Suad Husnan, Mamduh M. Hanafi dan Amin Wibowo. 1996. "Dampak Pengumuman Laporan Keuangan terhadap Kegiatan Perdagangan Saham dan Variabilitas Tingkat Keuntungan." *Kelola* . pp. 110–125.

Tettet Fijrijanti dan Jogianto Hartono. 2000. "Analisis Korelasi Pokok IOS dengan Realisasi Pertumbuhan, Kebijakan Pendanaan dan Dividen." *Simposium Nasional Akuntansi III*. pp. 851–877.

Untung Affandi dan Siddharta Utama.1998. "Uji Efisiensi Bentuk Setengah Kuat pada Bursa Efek Jakarta." *Usahawan*. pp. 42-47.